

## Covered Bond Emissionen und Mortgage Backed Securities – Perspektiven für kleinere Finanzinstitute

Zunehmender Marktdruck zwingt kleine und mittelgroße Kreditinstitute zur verstärkten Konzentration aufs Kerngeschäft. Um Kunden ein attraktives Leistungsspektrum anbieten zu können, müssen dabei konsequent neue Zugänge zum Kapitalmarkt erschlossen werden. Dazu bietet sich die Kombination aus Covered Bond Transaktionen und Mortgage Backed Securities (MBS) an – (aufsichts-)rechtliche Rahmenbedingungen unterstützten derartige Strategien. Ein auf die individuellen Motive des Kreditinstituts abgestimmtes Vorgehen gewährleistet eine optimale Ausnutzung des Assets Kredit, schafft Synergien und beugt zu großen Abhängigkeiten vor.

### Chancen durch Aufhebung des Spezialbankenprinzips

Der Druck auf kleine und mittelgroße Finanzinstitute steigt. Direktbanken und große Privatbanken steigen massiv ins Geschäft mit Privat- und Gewerbekunden ein. Der Endkunde informiert sich ausführlicher über Kreditkonditionen. Steigender Wettbewerb und Konzentration auf klassische Kerngeschäftsfelder bergen die Gefahr des vollständigen Unabhängigkeitsverlusts im Kreditrisiko- und Refinanzierungsmanagement. Kleinere und mittlere Institute stehen vor der Aufgabe alternative Refinanzierungsquellen und neue Instrumente des aktiven Kreditrisikomanagements zu etablieren.

Mit Basel II und dessen deutscher Konkretisierung sowie der Nivellierung des deutschen Pfandbriefgesetzes ergeben sich aber auch Chancen. Auf der einen Seite wird ein ökonomisches und weniger aufsichtsrechtliches Management der Kreditrisiken und des Eigenkapitals möglich. Auf der anderen Seite wurde 2005 in Deutschland das Spezialbankenprinzip aufgelöst. Somit können auch Universalbanken

das Refinanzierungsinstrument Pfandbrief (deutscher Covered Bond) nutzen. Die Produkte Covered Bond und MBS sowie deren Kombination bieten die Möglichkeit, beschriebene Tendenzen zu entschärfen.

### Covered Bond und MBS

Bei Covered Bonds handelt es sich um fest oder variabel verzinste Wertpapiere, die zu den besonders sicheren Bankschuldverschreibungen zählen. Dem Investor stehen gleichzeitig die Bonität des Emittenten und die eines, zum Beispiel durch Hypotheken bestückten, Deckungsstocks zur Verfügung.

Dabei können die Beleihungsgrenzen hinsichtlich der im Deckungsstock enthaltenen Kredite variieren: So fordert beispielsweise der rumänische Covered Bond (Obligationi Ipotecare) 80 Prozent bei

Wohnimmobilien und 70 Prozent bei Gewerbeimmobilien, während der „deutsche Covered Bond“ (Pfandbrief) 60 Prozent verlangt. Covered Bonds besitzen teilweise lange Laufzeiten, die Rückzahlung bei Fälligkeit erfolgt zum Nennwert. Vor Fälligkeit ist ein spontaner Verkauf an der Börse zum aktuellen Kurs möglich.

MBS gehören zur Klasse der Asset Backed Securities. Es handelt sich um einen in handelbare Wertpapiere umgewandelten Forderungspool, der unterschiedlich ausgestaltet werden kann. Das Rückzahlungsrisiko hängt von der Kreditqualität der im verbrieften Portfolio enthaltenen Hypothekarkredite ab. Während bei synthetischen MBS lediglich das Kreditrisiko aus dem identifizierten hypothekarischen Kreditportfolio der Bank (Originator) mittels Credit Default Swaps (CDS) auf eine eigens für diese Transaktion gegründete Einzweckgesellschaft übertragen wird, verkauft der Originator das identifizierte hypothekarische Kreditportfolio in einer True Sale MBS an die Einzweckgesellschaft. Im Gegensatz zur True Sale MBS verbleiben bei der synthetischen MBS die Darlehensforderungen also in der Bilanz des Originators.

### Gemeinschaftliche Verbriefung in Netzwerkstrukturen

Die Einzweckgesellschaft – auch Special Purpose Vehicle oder SPV – emittiert tranchierte Wertpapiere (Credit Linked Notes oder CLNs), deren Rückzahlung bei Fälligkeit von der Entwicklung des Kreditportfolios abhängt. Den Emissionserlös investiert das SPV bei einer synthetischen MBS in Sicherheiten hochgradiger Bonität. Bei der True Sale MBS dagegen wird der Emissionserlös zur Refinanzierung des angekauften hypothekarischen Kreditportfolios genutzt.

*Gunnar Petersen, Senior Consultant Securitisation, TXS GmbH, Ellerau*

*Mit innovativen Transaktionsformen wie Covered Bond Emissionen oder synthetischen Mortgage Backed Securities (MBS) ergeben sich aus Sicht des Autors auch für kleinere Kreditinstitute im Refinanzierungs- und Kreditrisikomanagement neue Perspektiven im Zugang zu den Kapitalmärkten. Nicht zuletzt bei der Kombination beider Instrumente sieht er bei paralleler Strukturierung erhebliche Synergieeffekte im Datenmanagement, weil die Portfolios durch gleiche Kredite oder Krediteile gebildet werden und die Rohdatenbasis sich in vielen Bereichen überschneidet. Für welche Struktur ein Institut sich entscheiden soll, knüpft er an individuelle Motive wie Portfoliobereinigung, Refinanzierungs-, Kreditrisiko- und Eigenkapitalmanagement sowie an wirtschaftliche Parameter wie die Strukturierungskosten. (Red.)*

Unabhängig von Volumenmindestgrößen, Wirtschaftlichkeitsgrenzen oder Spezialwissen können kleine und mittelgroße Finanzinstitute mit Multi-Seller-Strukturen von beiden Instrumenten profitieren. Vorstellbar ist die gemeinschaftliche Verbriefung unterschiedlicher Portfolien in Allianz- oder Netzwerkstrukturen.

### Alternativen bei der Kombination

Hohe Standardisierung und umfangreiche juristische, ökonomische, prozessuale und technische Lösungen machen die Emission eines Covered Bonds relativ einfach. Dagegen steigt mit der Ausgestaltung einer MBS der interne und externe Aufwand. Hinsichtlich der in kleinen und mittelgroßen Instituten vorhandenen Asset-Strukturen und Motiven sind unterschiedliche Kombinationen aus Covered Bonds und MBS angezeigt:

1. Covered Bond Emission auf den Deckungsteil eines Kredits und synthetische Verbriefung des verbleibenden Kreditteils,
2. Deckungsstockfähigkeit durch synthetische Verbriefung,
3. Stärkung der Kreditqualität des Deckungsstocks eines Covered Bonds durch synthetische Verbriefung,
4. Covered Bond mit synthetischer MBS als Übersicherung.

Dabei besitzen die ersten beiden Varianten auf der einen Seite sowie die dritte und vierte Variante auf der anderen Seite hohe strukturelle Ähnlichkeiten und können deshalb gemeinsam betrachtet werden.

### Ein voneinander unabhängiger Ratingprozess

Fall eins und zwei beschreiben faktisch die gleichzeitige Strukturierung einer jeweils autarken Covered Bond und MBS Emission. Im ersten Fall stehen dabei die deckungsfähigen Teile der im Portfolio enthaltenen Kredite als Deckungsstock für den Covered Bond und die verbleibenden Kreditteile als Portfolio einer MBS zur Verfügung. Im zweiten Fall wird dagegen zunächst eine MBS Transaktion strukturiert, die nicht deckungsfähige Kreditteile in die Deckungsfähigkeit transferiert. Im zweiten Schritt wird dann auf diese „neue Deckungsmasse“ ein Covered Bond emittiert.

Bei den hier betrachteten Strukturen bestehen hinsichtlich der rechtlichen Dokumentation wenige Überschneidungen, da die Transaktionen weitestgehend autark juristisch zu strukturieren sind. Im zweiten Fall ist die Etablierung der Deckungsstockfähigkeit zwingende Voraussetzung für die dann folgende Strukturierung der Covered Bond Transaktion. Insgesamt erfolgt ein voneinander unabhängiger Ratingprozess für den Covered Bond und die MBS.

Da die Portfolien durch die gleichen Kredite gebildet werden, überschneidet sich die Rohdatenbasis in wesentlichem Umfang. Die Aufbereitung der Daten (etwa internes Transaktionsmanagement, laufende Poolpflege, Reporting) können durch eine zentrale Datenhaltung und integrierte Transaktions-Entwicklungssoftware optimiert werden. Synergien lassen sich auch bei der Due Diligence heben, da gleiche Themenkomplexe behandelt werden. Dies gilt auch für die ordnungsgemäße interne Abbildung.

### Direkte Kombination

Im Gegensatz zu den eben beschriebenen Strukturen kann bei der Stärkung der Kreditqualität des Deckungsstocks eines Covered Bonds durch synthetische Verbriefung und bei einem Covered Bond mit synthetischer MBS als Übersicherung von einer direkten Kombination der Instrumente Covered Bond und MBS gesprochen werden. Dabei dient in der ersten Variante die MBS dazu, die Kreditqualität des dem Covered Bond zur Verfügung stehenden Deckungsstocks zu erhöhen, indem die Adressenausfallrisiken aus der Deckungsmasse heraus vollumfänglich an den Kapitalmarkt transferiert werden.

Im zweiten Fall wird seitens der Bank ein Forderungspool gebildet, der als Deckungsmasse des zu emittierenden Covered Bonds fungiert. Die teilweise von Ratingagenturen zur Erreichung eines bestimmten Zielratings geforderte Übersicherung könnte – bei gegebener Kreditqualität des Deckungsstocks – durch eine synthetische MBS zur Verfügung gestellt werden. Das heißt, dass der CDS der MBS zwar auf den gesamten Forderungspool referenziert, jedoch einen prozentualen „Cap der Besicherung“ liefert, bis zu dem erste Verluste ausgeglichen werden. Diese Obergrenze würde der geforderten Übersicherung entsprechen.

Grundsätzlich sind auch in diesen Fällen zwei Transaktionen autark juristisch zu strukturieren. Allerdings gibt es Überschneidungen, die im Rahmen der Dokumentation zu beachten sind. Um einen positiven Effekt auf die Deckung des Covered Bonds rechtfertigen zu können, muss beispielsweise die Besicherungswirkung der MBS über die gesamte Laufzeit des Covered Bonds sichergestellt werden. Da der Deckungsstock eines Covered Bonds ein dynamischer Pool ist, müssen neue Kredite im Deckungsstock ebenfalls unter die Besicherungswirkung fallen – das MBS Portfolio dynamisch strukturiert sein (Replenishment Transaktion).

### Erhebliche Synergien im Datenmanagement

Durch die von der MBS zur Verfügung gestellte Besicherung werden faktisch erste Verluste aus dem Portfolio in Höhe der Übersicherung an den Kapitalmarkt transferiert. Insofern kann aus Basel II-Sicht konstatiert werden, dass der Originator lediglich die Erstverluste aus dem Portfolio abgesichert hat und die darüber hinausgehenden Verluste selbst trägt – vergleichbar mit dem Zurückbehalt sämtlicher Verbriefungstranchen mit Ausnahme der Junioren Tranche.

Für die interne und technische Abbildung treffen die für die ersten beiden Varianten getroffenen Feststellungen auch auf Fall drei und vier zu. Über Poolingstrukturen und Private Placements lassen sich Volumen- und Wirtschaftlichkeitshürden beiseite räumen. Der parallele Strukturierungsprozess eröffnet erhebliche Synergien im Datenmanagement und den Transaktionskosten. Für welche Transaktionsstruktur sich ein Institut entscheidet, hängt von den individuellen Motiven und wirtschaftlichen Parametern ab.

Sie haben Fragen zum Abonnement der Zeitschrift für das gesamte Kreditwesen?

Rufen Sie an unter Telefon  
0 69/97 08 33-25 (Karin Matkovic)  
oder 0 69/97 08 33-32 (Hans Berger).

Fritz Knapp Verlag  
Frankfurt am Main